



点石成金，拓荒聚合物助剂国产化

2025 年 07 月 14 日

► **公司是高分子助剂的代表企业，成核剂是公司核心产品。**公司是生产制造环保、安全、高性能特种高分子材料助剂的高新技术企业、经工信部认定的国家级专精特新“小巨人”企业。公司总部位于广州，主营产品包括成核剂、合成水滑石、抗氧剂、复合助剂等。公司成核剂、合成水滑石国内销量在国内规模最大，公司名称呈和谐音“成核”。2024 年实现销售收入 88205 万元，实现归母净利润 25018 万元。2020 年至 2024 年间，收入复合增速达 1766%，归母净利润复合增速达 21.05%。

► **公司在成核剂领域成功突破跨国公司垄断，在高壁垒市场占据一席之地。**成核剂是用于调整聚丙烯等材料的结晶度，进而提升材料透明性能和力学性能的助剂产品，山梨醇类成核剂是目前成核剂主要品种，最早由日本企业发明和开发成功，目前由美利肯等外企占据主导地位。国内 2023 年成核剂消费量约在 10690 吨，其中自给率约在 30%，公司销量约占国产企业销量的 62%，2023 年毛利率高达 57%。公司通过持续的产品开发和技术创新，成为中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业的合格供应商，与其达成了深度的合作。在国际市场，基于良好的产品性能，公司已与国际先进品牌企业展开竞争，并成功进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC 等国际知名石化企业。成长空间仍然巨大。

► **水滑石业务有望成为下一个成核剂业务。**合成水滑石作为 PVC 吸酸剂使用。类似于成核剂行业，以日本协和化学为代表的国外厂商，长期占据水滑石行业的领先地位。公司是国产水滑石供应商的代表企业，近年来新进入该领域后业务保持较快增长，公司有望将该产品打造为下一个成核剂。

► **复合助剂和光稳定剂业务助力公司从单一产品供应商转变为助剂解决方案服务商。**复合助剂是由多种助剂，按一定配方比例混合，采用特殊生产工艺生产的预混高分子材料助剂，可同时满足改性树脂的多种性能需求。公司还进入了抗氧剂行业。基于此，公司可给客户提供助剂的一站式采购服务。

► **投资建议：**公司是国内领先高分子加工助剂企业，是国内最大的成核剂和水滑石生产商。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.04、3.84、4.76 亿元，对应 EPS 分别为 1.62、2.04、2.53 元，现价（2025 年 7 月 11 日）对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。我们看好公司未来成长性，首次覆盖，给予“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 下游需求增速放缓的风险。2) 进入到核心客户供应体系进度不及预期的风险；3) 安全环保生产经营的风险。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2024A	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	882	1,057	1,276	1,522
增长率 (%)	10.3	19.8	20.7	19.3
归属母公司股东净利润 (百万元)	250	304	384	476
增长率 (%)	10.7	21.5	26.2	23.9
每股收益 (元)	1.33	1.62	2.04	2.53
PE	23	19	15	12
PB	4.2	3.6	3.1	2.7

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2025 年 7 月 11 日收盘价）

推荐

首次评级

当前价格：

29.69 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

目录

1 公司是以成核剂为核心产品的助剂供应商	3
1.1 公司专注于高分子助剂行业	3
1.2 公司以成核剂为核心产品，维持高盈利水平	5
2 成核剂：公司成功突破外企垄断	7
2.1 成核剂是聚烯烃性能提升关键助剂，长期由外企主导	7
2.2 公司成核剂仍有巨大成长空间	10
3 水滑石：有望复制成核剂产品成功路径	13
3.1 水滑石主要应用于 PVC 行业，环保趋势带动快速增长	13
3.2 公司水滑石业务规模和技术水平在国内处于领先水平	14
4 复合助剂：从提供单一产品向提供解决方案转变	17
4.1 NDO 助剂：一站式采购服务客户	17
4.2 产品线丰富，提升解决方案服务能力	18
5 盈利预测与投资建议	20
5.1 盈利预测假设与业务拆分	20
5.2 估值分析	21
5.3 投资建议	21
6 风险提示	22
插图目录	24
表格目录	24

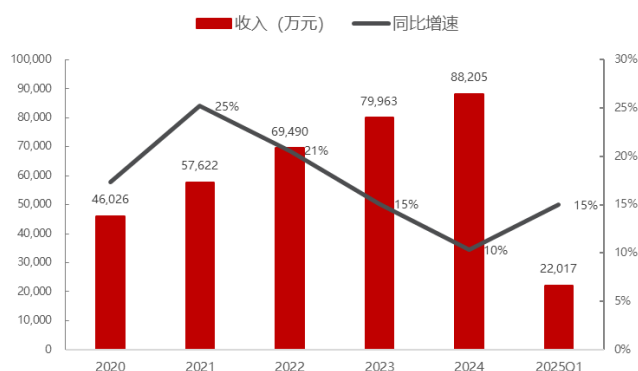
1 公司是以成核剂为核心产品的助剂供应商

1.1 公司专注于高分子助剂行业

公司是国内高分子材料助剂知名企业。呈和科技成立于 2002 年，是一家生产制造环保、安全、高性能特种高分子材料助剂的高新技术企业、国家级专精特新“小巨人”企业、广东省制造业“单项冠军”。公司总部位于广州，主营产品包括成核剂、合成水滑石、抗氧剂、复合助剂等。公司成核剂、合成水滑石销量在国内规模最大。公司 2021 年成功于上交所上市。

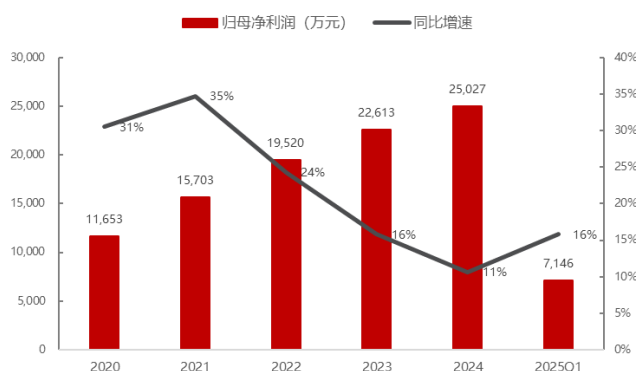
公司凭借较强产品竞争力，保障公司的高速增长。凭借领先的技术水平和优良的产品性能，公司成核剂等产品已进入包括中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油、北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、TPC、HMC 等知名化工企业的供应商体系。其中，公司的合成水滑石更是中国石化指定使用的唯一国产合成水滑石。近年来公司业务保持快速增长，2024 年实现销售收入 8.82 亿元，实现归母净利润 2.50 亿元。2020 年至 2024 年间，销售收入复合增速达 17.66%，归母净利润复合增速达 21.06%。

图1：呈和科技 2020-2025Q1 收入及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：呈和科技 2020-2025Q1 归母净利润及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

图3：呈和科技发展历程



资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

公司自 2002 年成立以来，主要经历了三个发展阶段。2002-2008 年前期研发投入阶段、2009-2015 年突破发展阶段和 2016 至今的快速发展阶段。在前期研发投入阶段，公司专注于成核剂等高分子材料助剂的产品研发，实现了产品量产销售。在突破发展阶段，成核剂、合成水滑石等核心产品获得下游主流厂商认可，并成功拓展了境内外主流市场。在快速发展阶段，公司实现了研产销一体化，市场规模快速增长，已覆盖国内外知名能源化工企业客户。

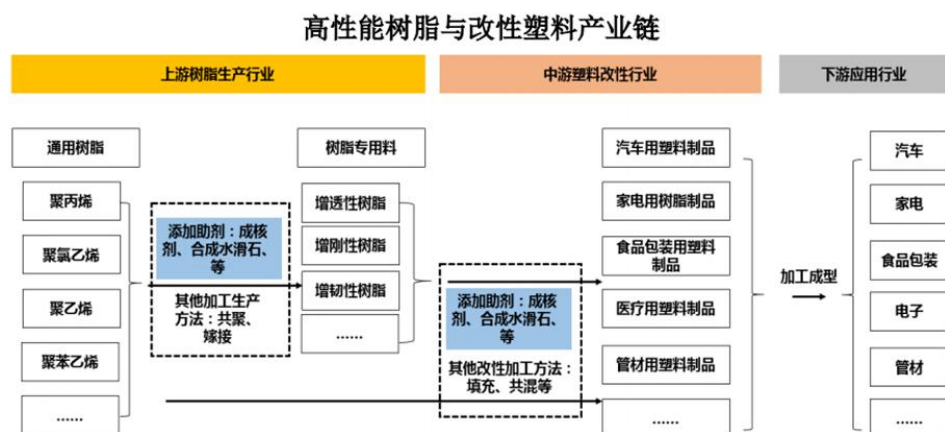
公司主要产品是成核剂、水滑石、抗氧化剂、复合助剂等产品。主要在聚烯烃等塑料生产过程中，或是在下游改性塑料加工过程中，小比例添加，起到改善材料的力学、光学性能、老化性能等作用。在产业链中作为各类聚烯烃材料或是改性材料的添加剂使用。

表1：公司主要产品

产品种类	类别	主要用途
成核剂	聚烯烃透明成核剂	改变不完全结晶聚合物树脂的结晶度，加快其结晶速度的加工改性助剂。提供晶核促进树脂结晶，使得晶粒的结构细微化，从而提高制品的刚性、热变形温度、尺寸稳定性、透明度和表面光泽度。
	聚烯烃增刚成核剂	适用于聚丙烯等不完全结晶塑料，通过改变树脂结晶行为，加快结晶速率、增加结晶密度和促使晶粒尺寸微细化，达到缩短成型周期、提高制品抗拉强度、刚性、热变形温度等物理机械性能的作用。
	聚烯烃增韧成核剂	β成核剂能加快聚丙烯结晶速度，缩短成型时间，提高聚丙烯制品的室温和低温抗冲击强度和耐热性，广泛应用于聚丙烯管材、板材和注塑制品。
	尼龙快速结晶成核剂	尼龙成核剂在结晶过程中起晶核作用，增大异相成核几率，可改变结晶聚合物的结晶温度和结晶形态，加快其结晶速率，使球晶尺寸变小，提高制品的使用性能。
水滑石	PVC 吸酸剂	热稳定剂是塑料加工助剂中重要类别之一，主要用于 PVC 树脂加工中，可防止加工时的热降解，也防止制品在长期使用过程中老化的作用。
	聚烯烃吸酸剂	吸酸剂在聚丙烯树脂中首先作为卤素吸收剂，可以消除掉树脂中的卤素及树脂中残留的催化剂，防止它与树脂作用产生凝胶体，同时也可以防止对设备的腐蚀。
复合助剂	复合助剂	由多种添加剂如抗氧化剂、吸酸剂等按一定配方比例混合，采用冷挤压生产工艺生产的预混颗粒。复合助剂完全由添加剂组成，不含任何树脂。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

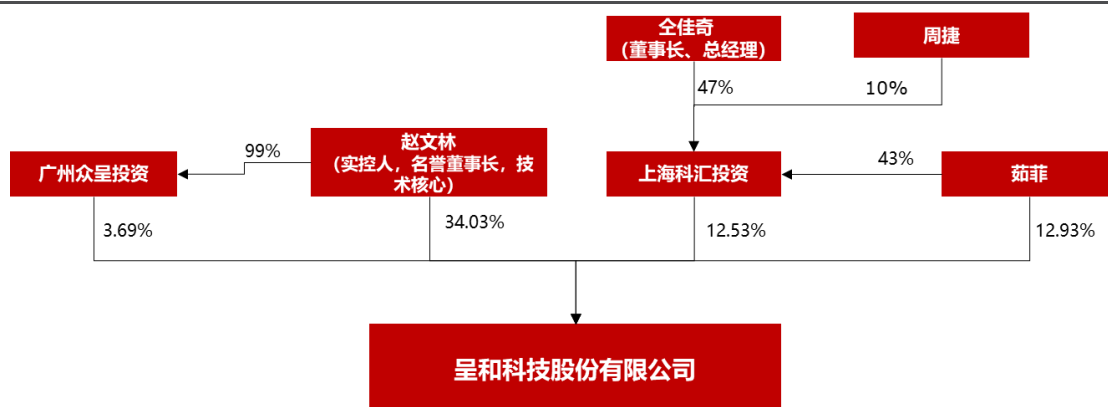
图4：呈和科技在产业链中所处的位置



资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

公司的股权结构稳定，实际控制人为赵文林先生。赵文林先生目前担任公司名誉董事长，是公司的核心技术人员。赵文林先生和广州众呈投资合伙企业是一致行动人，其通过广州众呈投资合伙企业间接持股，赵文林直接及间接持有公司合计约37.68%的股份。全佳奇先生为公司董事长，通过上海科汇投资间接持股。

图5：呈和科技股权结构（截至 2025 年 3 月 31 日）

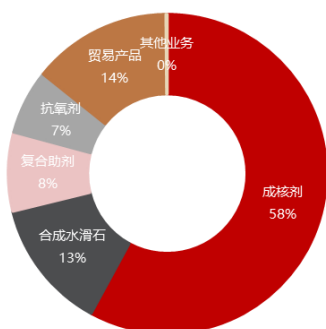


资料来源：wind，天眼查，民生证券研究院

1.2 公司以成核剂为核心产品，维持高盈利水平

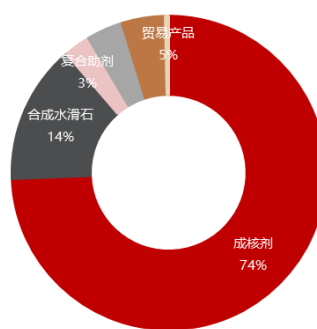
成核剂是公司核心的产品，是公司收入和利润的主要来源。公司的主营产品成核剂、合成水滑石和复合助剂能够有效满足下游厂商生产高熔融指数聚丙烯、新型高刚性/高韧性/高结晶聚丙烯、高耐环境老化改性聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料、新型改性聚乙烯材料等高性能树脂材料和改性塑料的需求。其中，公司主要的主营产品为成核剂和合成水滑石，2023 年，公司成核剂收入占比 51%，合成水滑石收入占比 15%，成核剂毛利占比 68%，合成水滑石毛利占比 15%。2024 年，成核剂收入占比 58%，合成水滑石收入占比 13%，成核剂毛利占比 74%，合成水滑石毛利占比 14%。

图6：呈和科技 2024 年收入结构



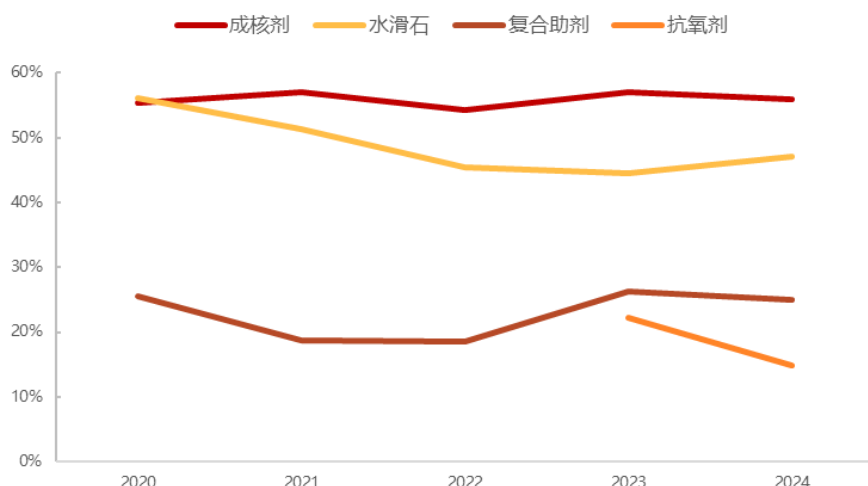
资料来源：wind，民生证券研究院

图7：呈和科技 2024 年毛利结构



资料来源：wind，民生证券研究院

图8：公司各产品毛利率



资料来源：wind，民生证券研究院

公司成核剂和水滑石毛利率常年高于 40%，高于一般助剂类品种。在高毛利的背后，是公司生产技术、研发创新、资质认证优势等核心竞争力。截至 2024 年底，经过多年的发展，公司拥有完备的产品体系与优越的产品性能，已具备超过 300 种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力。公司的研发实力与创新能力也处于行业领先水平。截至 2024 年底，公司已获得现行有效的境内外专利 76 项，其中包括发明专利 59 项，实用新型专利 17 项。此外，公司还获得了全面和高规格的资质认证，包括全球聚丙烯主流工艺装置 Novolen 以及 Unipol 的技术准入资格、“携手实现可持续发展” TFS 评估认可等。

表2：公司主要产品产能（截至 2024 年 12 月 31 日）

产品线	设计产能（吨）	产能利用率
成核剂	25760	80%
合成水滑石	14340	48%
抗氧化剂	5800	79%
NDO 助剂	9800	16%

资料来源：公司 2024 年年报，民生证券研究院

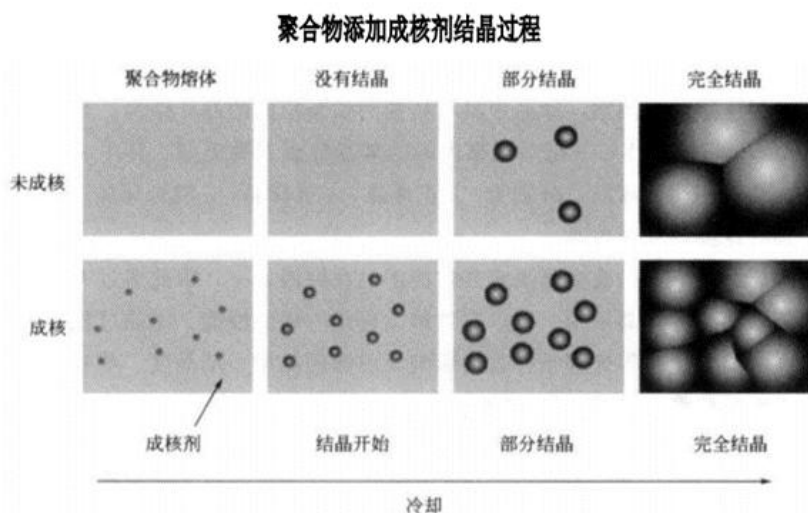
注：成核剂、合成水滑石产能是指单剂和含单剂的复合助剂的合计产能

2 成核剂：公司成功突破外企垄断

2.1 成核剂是聚烯烃性能提升关键助剂，长期由外企主导

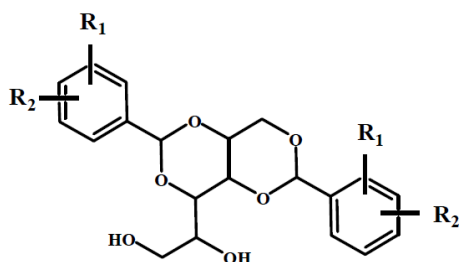
成核剂是一类用于提高聚丙烯材料结晶度，提升其透明性和力学性能的助剂。成核剂可在聚丙烯、聚乙烯等聚烯烃树脂材料结晶过程中影响其结晶行为，增加树脂材料结晶过程中的成核数量、提高结晶温度、细化球晶或改变晶型，进而调整树脂材料制品的透明度、光泽度、强度、刚度、耐热性和成型周期，使得树脂材料制品具备特定的性能。一般而言，可以起到改善树脂制成品的光学性能，提升产品可视性和美观度的作用；或改善力学性能，增强产品的刚性或抗冲击性，改善热变形温度，确保产品的稳定性。添加成核剂的聚丙烯产品不仅可应用于食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业，而且可满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等 领域的环保需求。

图9：成核剂在聚合物中的作用机理



资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

图10：山梨醇类成核剂结构



资料来源：《异氰酸酯改性山梨醇复合成核剂的制备及对聚丙烯性能的影响研究》李德重，民生证券研究院

山梨醇类成核剂是成核剂主要品种。聚丙烯成核剂种类繁多，主要包括 α -晶型成核剂和 β -晶型成核剂。 β -晶型成核剂主要提升聚丙烯的热性能和抗冲击性能，

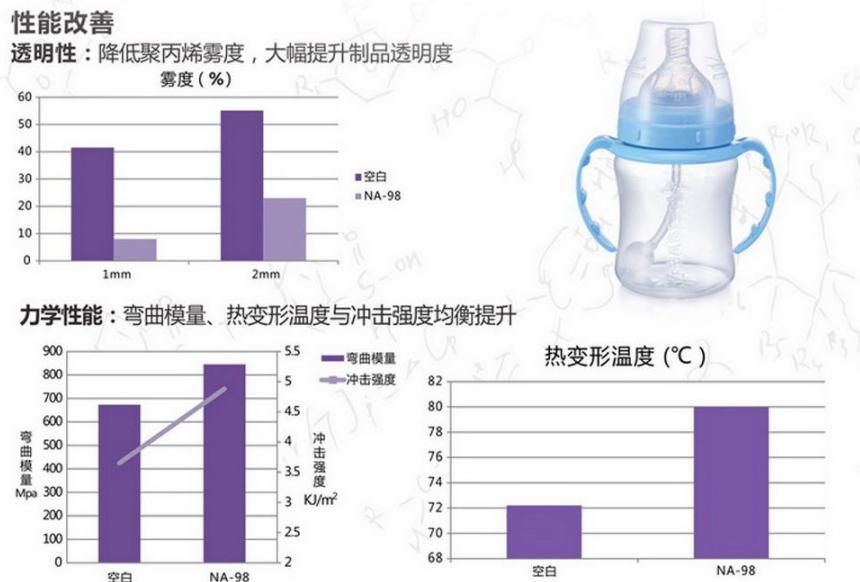
α -晶型成核剂能较好提升聚丙烯的透明性，强度和模量。 α -晶型成核剂主要包括松香脂类、有机磷酸盐类，有机羧酸和羧酸盐类、山梨糖醇衍生物类等。其中，山梨醇类和有机磷酸盐类的增透效果最好，但有机磷酸盐在非极性的聚丙烯中分散不均且价格较高，成核效果不如山梨醇类。目前，山梨醇类成核剂凭借在聚丙烯中出色的分散性，显著的改性效果以及低廉的价格等优势，为目前产销量最大的聚丙烯成核剂。

表3：山梨醇成核剂发展过程

山梨醇类成核剂	参数值	参数
第一代 Millad 3905	1,3 : 2,4-二亚苄基山梨醇	成核效果不够理想，高温条件下产生母体醛，市场应用受限
第二代 Millad 3940	1,3 : 2,4-二（对乙基亚苄基）山梨醇	增透效果优于第一代，气泡较多，气味大，应用受限
第三代 Millad 3988	1,3 : 2,4-二（3,4-二甲基亚苄基）山梨醇（DMDBS）	成核效果好，加工性能好，无异味，可用于通用条件下的透明制品
第四代 Millad NX8000	双-1,3,2,4（4'-丙基亚苄基）1-丙基山梨醇（TBPMN）	目前山梨醇类成核剂中性能最好，几乎可以用于任何条件下透明制品的制备

资料来源：《聚丙烯成核剂的研究进展》康文倩，民生证券研究院

图11：增透型成核剂对产品性能的提升

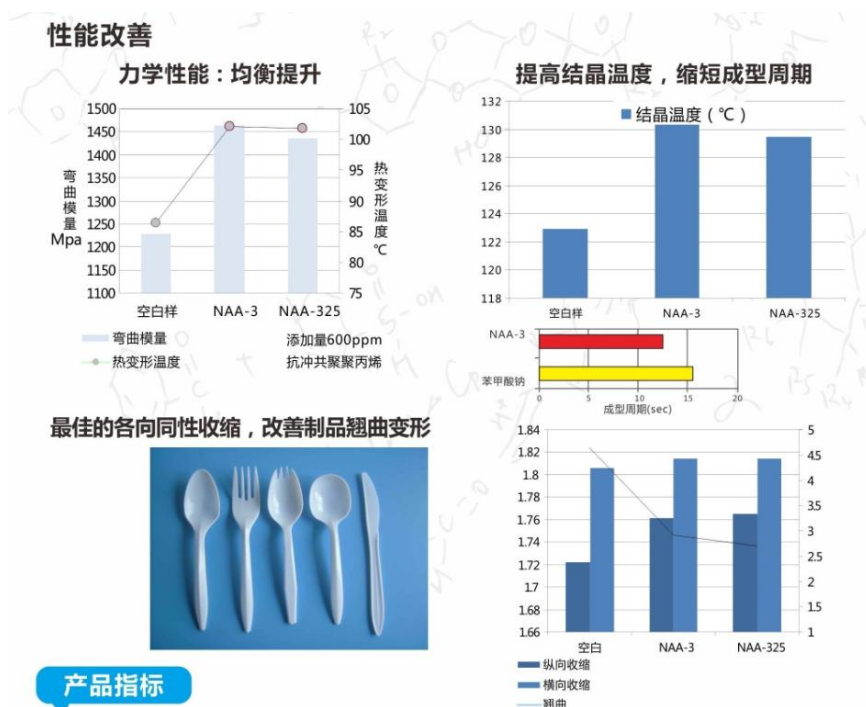


资料来源：呈和科技官网，民生证券研究院

按产品应用目的，成核剂种类包括增透类产品和增刚类产品。通过成核剂的加入，均能对相关性能起到较大的提升作用。其中，**增透型成核剂**可显著提高树脂的透明性，雾度降低 60%以上，树脂的热变形温度和结晶温度提升 5-10℃，弯曲模量提升 10%~15%，缩短成型周期，提高生产效率，保持产品尺寸稳定性。主要用于高熔融指数聚丙烯。目前这类产品主要用于各类食品包装材料、医用注射器、大棚农膜等领域的。**增刚型成核剂**可显著提高树脂的机械性能，弯曲模量和弯曲强度可提高 20% 以上，热变形温度可提高 15~25℃，结晶温度、冲击强度等各方面

均有全方位的均衡提升，平衡收缩，降低制品翘曲变形。高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料。这类产品主要用于家电、汽车的各类 PP 零部件。**β-晶型增韧成核剂**可高效诱导β-晶型聚丙烯的生成，β晶型转化率达 80%以上，显著提高聚丙烯树脂的抗冲强度，提升幅度达 3 倍以上。

图12：增刚型成核剂对产品性能的提升



资料来源：呈和科技官网，民生证券研究院

成核剂市场长期由外企主导。成核剂的发展起源于 20 世纪 70 年代。日本研究人员发现二苯叉山梨醇 (DBS) 可以显著改善聚丙烯的透明度和光泽度，且对聚丙烯的热变形温度、刚性等也有明显的改善。早期的成核剂产品增透效果一般，且气味较大，对加工条件要求比较高。经过 40 余年的发展，成核剂产品在境外市场已趋向成熟，克服了早期产品在增透性、特殊气味、加工性能等方面的不足。这类产品的典型代表是美利肯公司的透明成核剂，已在全球范围内广泛用于食品容器、储存容器、饮料瓶等领域。早年，国内成核剂市场上基本被以美利肯为代表的进口品牌所垄断。进入 21 世纪后，以呈和科技为代表的少数国内厂商逐步掌握了成核剂的生产工艺并实现了商业化量产。以美利肯为代表的国际厂商在全球成核剂的供应上仍占据主导地位。

主要国外竞争对手均为综合型的生产企业，业务覆盖多个领域，营业收入规模大、产品竞争力强。日本的艾迪科、新日本理化以及美国的美利肯为最主要的成核剂进口供应商。其中，美利肯在国内市场份额上处于领先地位。美利肯的业务涵盖纺织产品，化工产品和铺地产品等，提供了添加剂、澄清剂、涂料助剂、着色剂、浓缩物、微胶囊化、有机硅、表现活性剂和中间体等多样化解决方案。艾迪科是三家企业中唯一的上市公司。

表4：主要海外成核剂生产商

公司	成立时间	市场地位	产品产销情况
美利肯 Milliken	1865	全球最早实现成核剂商业化应用的企业之一，长期占据全球成核剂市场的主导地位	产品包括透明成核剂、增刚成核剂等，部分型号的成核剂产品为中国石化指定使用的产品；客户包括全球大型能源化工生产企业，改性塑料加工企业等，为我国成核剂主要进口供应商；美利肯的成核剂在我国成核剂市场中占据主导地位
艾迪科 Adeka	1915	处于全球先进水平	艾迪科成核剂具有良好的增透和增刚性性能，能有效提高聚丙烯的机械性能；客户涵盖大型能源化工生产企业，改性塑料加工企业等，为我国成核剂主要进口供应商之一
新日本理化 New Japan Chemical	1919	为全球先进的成核剂产品供应商	新日本理化成核剂产品包括透明成核剂以及β晶型增韧成核剂等，为我国β晶型增韧成核剂主要进口供应商

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

表5：呈和科技成核剂产品种类及应用

产品	产品系列	功能	应用重点方向
成核剂	透明成核剂	可显著提高树脂的透明性，雾度降低 60%以上，同时树脂的热变形温度和结晶温度提升 5-10℃，弯曲模量提升 10%-15%，缩短成型周期，提高生产效率，保持产品尺寸稳定性	高熔融指数聚丙烯
	增刚成核剂	可显著提高树脂的机械性能，弯曲模量和弯曲强度可提高 20%以上，热变形温度可提高 15-25℃，结晶温度、冲击强度等各方面均有全方位的均衡提升，平衡收缩，降低制品翘曲变形	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、车用薄壁改性聚丙烯材料
	β-晶型增韧成核剂	可以高效诱导β晶型聚丙烯的生成，β晶型转化率达 80%以上，可显著提高聚丙烯树脂的抗冲击强度，提升幅度可达 3 倍以上	高熔融指数聚丙烯、新型高刚性高韧性高结晶聚丙烯、β晶型聚丙烯

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

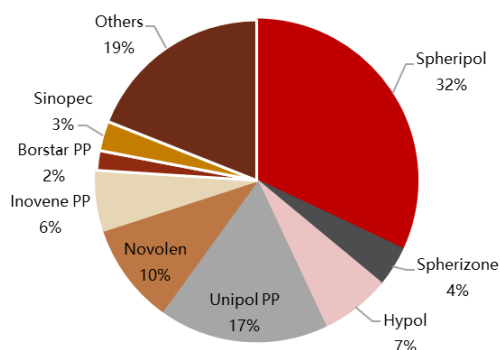
2.2 公司成核剂仍有巨大成长空间

公司是国内成核剂的优势企业，已被列入多个主流聚烯烃工艺包的推荐供应商名单。公司是国内成核剂市场的龙头企业，已进入多家知名企业供应链。经过多年的发展，公司得到了市场广泛的认可。在国内市场上，公司已成为中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等大型能源化工企业的合格供应商，与其达成了深度的合作。在国际市场，基于良好的产品性能，呈和科技已与国际先进品牌企业展开竞争，并成功进入北欧化工、博禄化工、利安德巴塞尔、HMC、TPC 等国际知名石化企业的供应链。

公司的产品获得了多项工艺包准入资格，并与国内大型化工企业达成了合作。国内聚丙烯生产线大部分采用全球知名的聚丙烯工艺包，如利安德巴塞尔的 Spheripol、UOP 的 Unipol、CBI 的 Novolen 等。而这些工艺装置在推广过程中优先指定了使用美利肯的产品，如 Spheripol 工艺指定的成核剂为美利肯的成核剂。国内的大型能源化工企业在引进上述工艺装置早期阶段，根据工艺装置的要求，使用指定的助剂产品，因此美利肯的产品也得以顺利推广。国产成核剂由于进入市

场较晚，早期难以成为上述技术转让方合格合作伙伴。但经过持续的推广及应用测试，目前公司的成核剂产品已取得 Unipol 及 Novolen 准入资格。

图13：全球聚丙烯工艺包授权份额

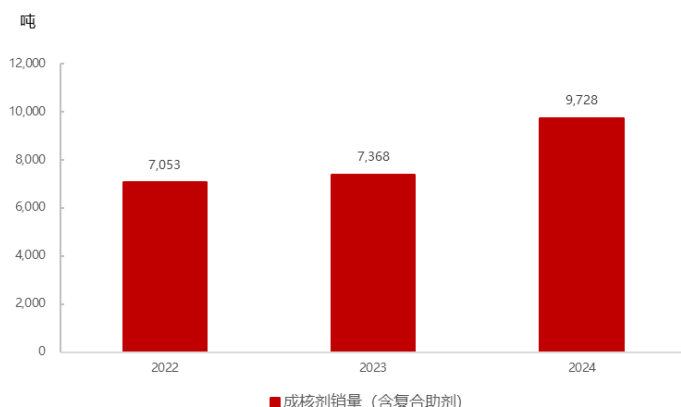


资料来源：LYB，民生证券研究院

根据公司招股说明书披露的成核剂单剂和复合助剂的销售数据，2019 年公司成核剂单剂销量约 1430 吨，复合助剂销量 918 吨，2020 年分别增长至 1682 吨和 1225 吨，2021 年增长至 1895 吨和 1406 吨。2022 年以后公司统计和披露口径发生变化，参考披露的近 2 年销量和增速等数据，我们预计 2023 年公司单剂销量约 2278 吨，复合助剂销量约 1468 吨。其中单剂销量占到国产销量 3207 吨的 61.5%，占到国内总需求量的 21.3%。公司在国内企业中占据主导地位，但相比外资供应商，仍有巨大的份额提升空间。

除呈和科技外，目前国内成核剂生产企业，主要还包括上海齐润、只楚化学。其产能规模相对较小。呈和在上市后，进行了大规模的产能扩建，公司现有成核剂产能 2.58 万吨，优势明显。

图14：公司 2022-2024 年成核剂销量（含复合助剂）



资料来源：公司 2022-2024 年年报，民生证券研究院

公司在新产品开发方面实现对外资供应商的赶超。公司在成核剂领域取得了多项技术突破，产品性能已达到国际先进水平。公司的β-晶型增韧成核剂生产技术、透明成核剂生产技术、增刚成核剂生产技术均为首创，公司的产品性能得到了

国内客户、机构的认可。在中国石化等大型能源化工客户和上海微谱、威凯检测第三方机构的多次检测中，公司进口替代的具体产品在核心性能指标方面均已达到了国际竞品的水平。公司增刚增韧成核剂改善刚性程度优于国际先进品牌，材料刚性提升在 25%以上，达到国际领先水平。其他机械性能包括抗冲击强度、弯曲强度等也有优异的表现。在β晶型增韧成核剂领域，公司打破了国际产品的垄断，创新性地使用四氢苯酞金属盐作为β晶型增韧成核剂。

表6：公司成核剂产品核心技术突破

技术名称	技术来源	技术特点
β晶型增韧成核剂生产技术	自主研发	四氢苯酞金属盐作为β晶型增韧成核剂是行业首创，可以高效诱导β晶型聚丙烯的生成
增刚增韧成核剂生产技术	自主研发	实现了在材料韧性基本维持不变的情况下，材料刚性提升在 25%以上
高纯度颗粒状成核剂生产技术	自主研发	仅使用微量粘接剂实现颗粒状物质的转化，能保持原有成核剂的高纯度状态，安全、环保
透明成核剂生产技术	自主研发	以环保材料代替有毒溶剂，能够满足婴幼儿用品、医疗用品、食品包装等食品药品接触材料的生产需求，打破了国际垄断
增刚成核剂生产技术	自主研发	添加公司增刚成核剂的材料具备与钢材相似的机械性能但更加轻盈，可满足“以塑代钢”需求

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

表7：β晶型增韧成核剂指标对比

产品	23°冲击强度 KJ/m²	0°冲击强度 KJ/m²	β晶型含量
不添加成核剂	2.90	0.99	--
国际先进品牌	3.70	1.01	90.91
公司产品	4.80	1.68	94.71

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

公司还改进了生产技术，相比传统产品，公司的产品具有更好的安全性、环保性。传统的颗粒状成核剂，使用时需要加入较多的其他助剂，才能将粉状物质转化成颗粒状物质。公司研发出了高纯度颗粒状成核剂生产技术，仅使用微量粘接剂就能实现颗粒状物质的转化，同时保持原有成核剂的高纯度状态。颗粒状成核剂在不改变原有成核剂性能的基础上，具有下料均匀、流动性好的特点，不存在静电、粉尘问题，使成核剂改性质量得到保证，提高生产工艺安全性、环保性。

图15：高纯度颗粒状成核剂生产技术



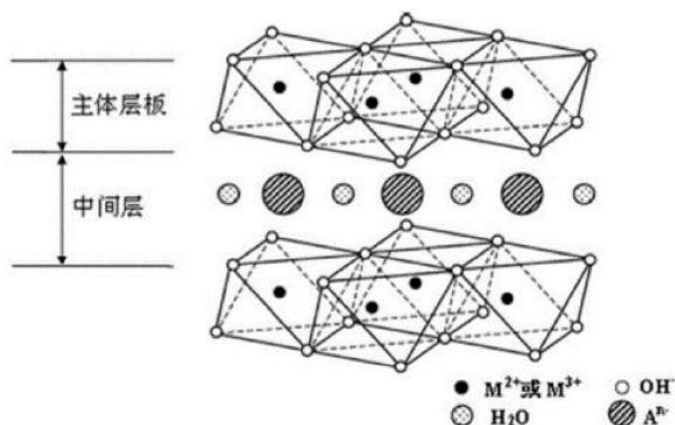
资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

3 水滑石：有望复制成核剂产品成功路径

3.1 水滑石主要应用于 PVC 行业，环保趋势带动快速增长

合成水滑石是一种具有特殊层状结构的无毒双羟基化合物。复合金属氢氧化物(Layered double hydroxides, 简称 LDHs), 俗称为水滑石, 是一种二维层状阴离子性黏土。相比其他粘土矿, 水滑石材料易于人工合成, 因其特殊的结构和物理化学性质, 如带电性质、阴离子可交换性、吸附性能、催化性能等, 在塑料领域可作为热稳定剂、阻燃剂等, 在橡胶领域也可作为紫外吸收和阻隔材料, 也可应用于在涂料等领域作为杀菌材料、紫外线吸收和阻隔材料。其作为基于 Mg/Al 的层状化合物, 通过与夹层中的碳酸盐基团进行离子交换, 将 Cl⁻ 等阴离子固定化。

图16：水滑石结构示意图



资料来源：《合成水滑石在高分子材料中的应用》施珣若，民生证券研究院

合成水滑石主要作为 PVC 热稳定剂/吸酸剂使用。PVC 在加工受热过程中会产生 HCl, 影响聚合物的结构稳定性。合成水滑石可替代传统铅盐类产品, 作为 PVC 热稳定剂使用。合成水滑石自身呈碱性, 可有效吸收 PVC 脱出的 HCl, 阻止其自催化进一步分解, 自身稳定且与塑料有良好的相容性; 合成水滑石作为辅助稳定剂和其他稳定剂复配, 能显著更著提高 PVC 的稳定效果; 相比铅、镉等有毒 PVC 热稳定剂, 合成水滑石有着无毒、高效等优势。此外, 合成水滑石在氨纶的生产中作为吸酸剂能保持衣物的弹性 (抗氧化), 延长使用寿命。氨纶在生产过程和使用过程中, 氨纶常会像 PVC 一样释放出酸性物质, 破坏聚氨基甲酸酯分子链, 使其老化。在生产过程中常添加合成水滑石作为吸酸剂抑制其老化, 保持制品弹性。

随着相关行业标准的实施, 合成水滑石作为环保型热稳定剂, 对含毒性热稳定剂具有较大的替代空间。我国热稳定剂种类消费结构与欧美发达国家相比差异巨大, 美国及欧盟早已实现铅盐类热稳定剂替代的目标, 目前我国规定了部分产品禁止使用铅盐类热稳定剂, 如国家行业标准已禁止饮用水管材的铅的使用; 室内装饰装修材料门、窗也出台国家标准限制铅含量。以日本协和化学为代表的国外厂商, 长期占据水滑石行业的领先地位。

合成水滑石作为 PVC 热稳定剂的应用最早见于 20 世纪 80 年代日本协和化学发表的专利。日本协和化学作为行业里的先行者，在合成水滑石的研究、生产与应用中一直处于领先地位。在 2002 年，协和化学于辽宁丹东设立丹东松元化学有限公司，从事合成水滑石生产。我国对合成水滑石的研究开发及商业化应用起步较晚。在高端应用领域，国内企业使用的仍然以进口合成水滑石为主，主要从日本的协和化学、堺化学等企业进口。

3.2 公司水滑石业务规模和技术水平在国内处于领先水平

公司拥有国内领先的合成水滑石技术，在合成水滑石市场具有良好的品牌美誉度。根据中国塑料加工工业协会塑料助剂专业委员会会刊《塑料助剂》统计，2017-2019 年公司合成水滑石国内市场占有率分别为 3.57%、4.86%和 6.33%。公司市场占有率稳步提升。2024 年公司合成水滑石的销量达 7037 吨。

公司的合成水滑石产品涵盖市场主流产品类型，公司是国内少数与外商直接竞争的企业。公司合成水滑石产品达到国际领先水平并实现规模化生产销售外，国内其他企业规模相对较小。目前公司产品包括合成水滑石单剂产品和合成水滑石复合助剂。根据功能不同，可分为通用合成水滑石、高透明合成水滑石和阻燃合成水滑石。公司产品是中国石化唯一指定使用的国产合成水滑石，占中国石化招投标采购比重由 2.13%提升至 8.30%，并且在中国石油、中海壳牌分别实现了对协和化学 DHT-4A 合成水滑石的替代。

表8：公司水滑石产品种类及应用

产品种类	产品功能	产品应用
通用合成水滑石	在聚氯乙烯树脂中可作为热稳定剂，提高聚氯乙烯加工稳定性。相比传统铅锌类热稳定剂，合成水滑石具有无毒无害，绿色环保的特性	高耐环境老化改性聚丙烯、新型改性聚氯乙烯材料
高透明合成水滑石	在聚烯烃树脂生产中作为卤素吸收剂，可以消除掉树脂中的卤素及树脂中残留的催化剂，防止生产过程中出现凝胶体和腐蚀设备等情况，吸酸能力是传统吸酸剂硬脂酸钙的 4-6 倍	新型改性聚氯乙烯材料
阻燃合成水滑石	合成水滑石作为阻燃剂，具有无卤、无毒、不产生有毒和腐蚀性气体、阻燃和抑烟性能优良等突出优点	新型无卤阻燃材料

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

公司自主研发的高透明合成水滑石，在透明度和热稳定性方面均领先于国际先进品牌。公司掌握了高透明合成水滑石生产工艺，并通过独特的表面处理工艺，生产的高透明合成水滑石粒径比国际上同类产品更小，比表面积更大，在聚氯乙烯中的相容性更加优异，更加适用于高透明聚氯乙烯的生产。经上海微谱化工技术服务有限公司测定，使用公司高透明合成水滑石产品的聚氯乙烯雾度仅有 4.60，优于国际先进品牌，为行业内透明度最高的合成水滑石。公司的高透明合成水滑石产品在热稳定性方面也领先于同行。在聚氯乙烯热空气老化实验中，在相同的 60 分钟时间内，使用国际先进品牌的样品大面积碳化变黑，而使用公司品牌的样品为深

褐色，老化程度要更轻，说明公司产品热稳定性能更加优异。

图17：高透明合成水滑石透明效果对比



资料来源：公司官网，民生证券研究院

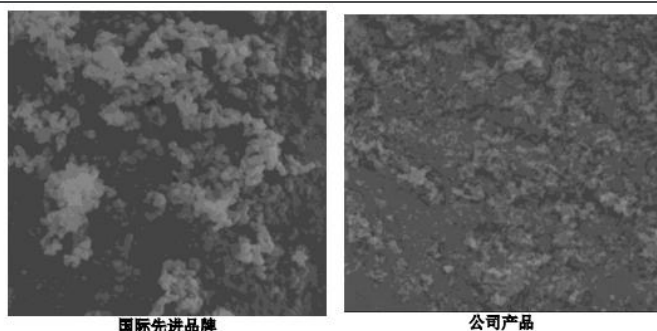
公司研发通用合成水滑石，不仅解决了硬脂酸钙析出的问题，还具备更强的吸酸能力。传统的吸酸剂存在硬脂酸钙析出问题，硬脂酸钙析出至膜料表面后，会导致电镀后铝箔与膜的粘接强度变弱。公司生产的合成水滑石吸酸能力是硬脂酸钙的 4-6 倍，且不存在析出问题。与同类型产品相比，公司采用独有的表面处理工艺，实现了在吸酸性能与国际先进水平相当的情况下，产品粒径更小，比表面积更是达国际先进水平的 2 倍以上。因此公司的合成水滑石与聚烯烃材料有更好的相容性，产出的聚烯烃材料不存在晶点等表面瑕疵问题。

图18：高透明合成水滑石老化性能对比

时间（分钟）	0	10	20	30	40	50	60
公司产品							
国际先进品牌							

资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

图19：通用合成水滑石效果对比图



资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

公司还在积极的研究新型合成水滑石产品，以满足更多客户的需求。目前，公司在研“二氧化碳工艺合成水滑石的研究”和“抗紫外合成水滑石的研究”两项合成水滑石项目。

表9：公司合成水滑石在研项目

项目名称	预计投资规模	进展或阶段性成果	拟达到目标	具体应用场景
二氧化碳工艺合成水滑石的研究	350 万元	项目完成	通过采用清洁环保原料和二氧化碳合成，研制一种粒径小，分布窄、化学稳定性好、绝缘性和阻燃性好的高热稳定性合成水滑石，实现合成过程不产生副产物，不需要漂洗，反应用水可循环使用，节能环保，精简工艺	用于高端电线电缆及高端 PVC 制品
抗紫外合成水滑石的研究	400 万元	准备中试	研究一款能抗紫外线的水滑石及其合成工艺	户外抗紫外线 PVC 电线电缆等制品

资料来源：公司公告，民生证券研究院

4 复合助剂：从提供单一产品向提供解决方案转变

4.1 NDO 助剂：一站式采购服务客户

复合助剂可以方便客户进行“一站式”采购。复合助剂是由多种助剂，如成核剂、合成水滑石、抗氧剂、分散剂等，按一定配方比例混合，采用特殊生产工艺生产的预混高分子材料助剂，可同时满足改性树脂的多种性能需求。复合助剂配方的形成需要反复试验，配方开发能力需要长期、持续的研发投入，高度体现了公司的技术开发能力和客户个性化服务水平。公司通过自主研发，已具备超过 200 种不同型号的成核剂、合成水滑石及复合助剂规模化生产能力，此外通过并购科澳化学及信达丰，新增了特种抗氧剂研发、生产和销售业务，较之国内其他厂家，公司产品线更为齐全，拥有为下游优质客户提供一站式原料供应的能力。

图20：复合助剂产品生产加工流程



资料来源：呈和科技招股说明书，民生证券研究院

图21：呈和科技复合助剂产品图

聚丙烯高透明专用料

- 抗氧剂1010+抗氧剂168+硬脂酸钙+成核剂NA-98

可使1mm厚聚丙烯的薄片雾度从45%降至10%，使制品光泽度更好，外观更亮丽。

聚丙烯快速结晶专用料

- 抗氧剂1010+抗氧剂168+硬脂酸钙+成核剂NAA-325

可显著提高聚丙烯制品的弯曲模量、热变形温度和结晶温度，减少成型周期，提高脱模速度，提高生产效率，适合生产汽车零部件专用料。

聚丙烯管材料

- 抗氧剂1010+抗氧剂168+抗氧剂330+加工助剂+硬脂酸钙

产品相容性好、挥发性低、协调抗氧化作用强、抗水抽出能力强、耐水解性突出等特点，可防止聚丙烯树脂的氧化降解、保证聚丙烯管材的表面光洁度及长期使用性能。

聚丙烯流延膜专用料

CPP膜要求较高的透明度、一定的刚性和韧性，同时具有良好的抗黄变性、耐热性等。

可根据客户要求研究开发各类型配方。

资料来源：公司官网，民生证券研究院

复合助剂配方逐渐成为公司核心竞争力的重要体现。复合助剂配方的形成需要反复试验，配方开发能力需要长期、持续的研发投入，体现一个企业的技术和人才积淀。此外，配方不是一成不变的，需要根据客户的生产条件及时进行相应的调整，应对客户需求的快速响应能力、服务能力也体现在复合助剂配方的调整和再开发等方面。公司组织技术人员及销售人员，对下游客户的使用进行研究分析，为客户开发树脂材料专用料提供配方技术支持，并帮助客户解决生产过程中的助剂使用问题，从而拓展了产品应用领域并增加了客户的粘性。目前，公司已为中国石化、中国石油、中海壳牌、延长石油等重要能源化工企业提供超过 100 种满足不同高性能树脂材料开发生产需要的复合助剂产品。

除了生产以自主生产的成核剂、合成水滑石为关键成分的复合助剂产品外，为发挥技术优势、满足客户需求，公司还开发生产未添加自产单一助剂的复合助剂产品，即 NDO 复合助剂。较客户采购多种单一助剂后自行混合，公司提供的复合助剂既有利于客户简化生产流程，提高生产效率，并保障其不同批次产品的性能稳定，也有利于降低生产过程中的粉尘污染，保护其工人健康。

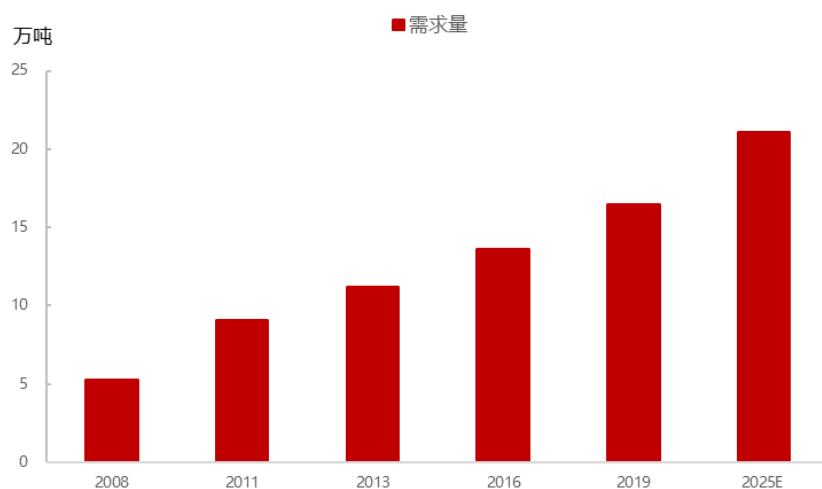
公司 NDO 复合助剂的毛利率也较高，处于行业领先水平。2023 年，公司的 NDO 复合助剂的毛利率为 26.22%。根据可比公司利安隆（300596.SZ）招股说明书，其主营产品 U-PACK 可实现便捷的一站式添加，与公司的 NDO 复合助剂较为相似。根据利安隆公开披露的财务数据，2023 年其 U-PACK 毛利率为 7.16%。NDO 复合助剂的毛利率较高也体现了作为公司核心技术的先进性。

4.2 产品线丰富，提升解决方案服务能力

抗氧化剂是公司进行产品管线扩展最重要的助剂种类之一。抗氧化剂是一种重要的抗老化助剂，能够延缓或抑制材料遇氧分解过程，从而防止材料老化并延长使用寿命，主要应用于塑料和橡胶领域。随着我国高分子材料研发水平的提升及相关产能的扩大，抗氧化剂市场需求量日益增加。此外，抗氧化剂在新兴行业中有着广泛应用，如新能源汽车、新一代信息技术、生物防护服务、医疗保健服务等，均对抗氧化剂有着依赖性，从而推动了行业市场需求。根据观研报告，2025 年我国抗氧化剂需求量有望突破 20 万吨。

呈和科技于 2023 年 1 月并购了科澳化学和信达丰，通过整合其特种抗氧化剂研发生产和销售业务，实现公司产品线的纵向延伸和横向拓展，优化和共享现有及潜在的销售渠道和客户资源，增强了产业链配套服务能力，提高市场竞争力和抗风险能力。唐山科澳化学助剂有限公司地处唐山，成立于 2014 年，是一家大型化工生产企业，其主要生产抗氧化剂系列产品，同时还开展与抗氧化剂相关的复配和造粒等加工业务。科澳化学深耕抗氧化剂多年，具备较强的研发生产能力。通过收购科澳化学，公司快速具备了抗氧化剂的生产和研发能力以及客户群体，提升了为客户提供综合解决方案的能力。

图22：中国抗氧化剂市场需求



资料来源：公司公告、观研报告，民生证券研究院

5 盈利预测与投资建议

5.1 盈利预测假设与业务拆分

公司主要业务包括成核剂、水滑石、抗氧剂、复合助剂和贸易业务。

1) 成核剂。2024 年公司销量 9728 吨 (含成核剂复合助剂), 销售均价约 5.25 万元/吨。受贸易争端影响, 国内对海外产品进口替代有望加速进行, 公司受益于此销量预计保持较高增速。假设公司成核剂业务 2025-2027 年销量增速保持在 25%、25%、25%, 销售均价在 5.3 万/吨、5.4 万/吨、5.4 万/吨。2025-2027 年毛利率相比 2024 年保持稳定, 预计分别为 56%、56%、56%。

2) 水滑石。2024 年公司水滑石销量 7037 吨, 销售均价 1.66 万元/吨。随着国内环保要求趋严, 目前水滑石行业仍处于需求较快增长阶段, 我们假设 2025-2027 年公司水滑石销量增速保持在 12%、12%、12%, 销售价格稳定在 1.7 万/吨、1.7 万/吨、1.7 万/吨。2025-2027 年毛利率相比 2024 年保持稳定, 分别为 47%、47%、47%。

3) 抗氧剂。公司 2024 年销售抗氧剂产品 4411 吨。公司新进入特种抗氧剂行业, 且与成核剂和水滑石等业务有较强协同性, 我们预计 2025-2027 年销量增速保持在 10%、10%、10%, 价格稳定在 1.7 万/吨、1.8 万/吨、1.8 万/吨, 随着行业新增产能放缓, 毛利率相比 2024 年略有提升, 三年分别为 15%、16%、17%。

4) 复合助剂。2024 年公司销售 NDO 复合助剂 1654 吨。为成核剂和水滑石等业务的强协同业务, 预计随主业保持稳健增长。我们预计 2025-2027 年销量增速 10%、10%、10%, 价格稳定在 3.5 万/吨、3.5 万/吨、3.5 万/吨, 2025-2027 年毛利率相比 2024 年保持稳定, 分别在 25%、25%、25%。

5) 贸易业务。公司 2024 年实现贸易业务收入 12448 万元, 预计 2025-2027 年收入增速为 5%、5%、5%, 毛利率相比 2024 年保持稳定, 分别为 15%、15%、15%。

表10：呈和科技业务预测明细表

业务板块	项目	2024	2025E	2026E	2027E
成核剂	收入 (万元)	51103	64447	82079	102598
	收入增速	24%	26%	27%	25%
	毛利率	56%	56%	56%	56%
水滑石	收入 (万元)	11687	13399	15007	16808
	收入增速	-1%	15%	12%	12%
	毛利率	47%	47%	47%	47%
抗氧剂	收入 (万元)	7063	8248	9607	10568
	收入增速	-20%	17%	16%	10%
	毛利率	15%	15%	16%	17%
复合助剂	收入 (万元)	5772	6367	7004	7705

	收入增速	28%	10%	10%	10%
	毛利率	25%	25%	25%	25%
	收入 (万元)	12448	13070	13724	14410
贸易业务	收入增速	-8%	5%	5%	5%
	毛利率	14%	15%	15%	15%
合计	收入 (万元)	88205	105682	127571	152239
	收入增速	10%	20%	21%	19%
	毛利率	44%	45%	46%	47%

资料来源: wind, 民生证券研究院预测

我们预计 2025-2027 年公司实现销售收入 10.57、12.76、15.22 亿元, 实现归母净利润 3.04、3.84、4.76 亿元。

5.2 估值分析

公司从事高分子助剂的生产和销售, 我们选取可比公司利安隆 (主要从事抗氧化剂、光稳定剂生产)、阳谷华泰 (主要从事橡胶助剂生产和销售)、彤程新材 (主要从事橡胶助剂和电子化学品生产销售) 进行对比分析。2025-2027 年可比公司平均 PE 倍数为 23 倍、19 倍、16 倍, 根据 2025 年 7 月 11 日股价, 公司 2025-2027 年 PE 为 19 倍、15 倍、12 倍, 低于可比公司平均水平, 具备投资价值。

表11: 可比公司 PE 数据对比

股票代码	公司简称	收盘价 (元)	EPS (元)				PE (倍)			
			2024A	2025E	2026E	2027E	2024A	2025E	2026E	2027E
300596.SZ	利安隆	28.92	1.86	2.25	2.61	3.05	16	13	11	9
300121.SZ	阳谷华泰	14.71	0.43	0.61	0.71	0.81	28	24	21	18
603650.SH	彤程新材	31.99	0.86	1.01	1.22	1.43	41	32	26	22
可比公司平均							28	23	19	16
699625.SH	呈和科技	30.56	1.33	1.62	2.04	2.53	23	19	15	12

资料来源: wind, 民生证券研究院;

注: 可比公司数据采用 Wind 一致预期, 股价时间为 2025 年 7 月 11 日

5.3 投资建议

公司是国内领先高分子加工助剂企业, 是国内最大的成核剂和水滑石供应商。我们预计公司 2025-2027 年归母净利润分别为 3.04、3.84、4.76 亿元, 对应 EPS 分别为 1.62、2.04、2.53 元, 现价 (2025 年 7 月 11 日) 对应 PE 分别为 19 倍、15 倍、12 倍。我们看好公司未来成长性, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

6 风险提示

1) 下游需求增速放缓的风险。公司主要产品成核剂和水滑石等产品的需求增长，高度依赖于聚烯烃、PVC 等产品的产能扩张，近 5 年是大炼化和聚合产能的扩张高峰，若下游投资增速放缓，公司产品需求有放缓的风险。

2) 进入到核心客户供应体系进度不及预期的风险。公司下游客户主要以中石化、中石油、大型煤化工企业为主，相关企业业务和资产规模庞大，对供应商准入要求高，公司新业务开发需在相关大型石化企业取得进展。

3) 安全环保生产经营的风险。公司生产经营中涉及大量有风险的化学物质，存在一定安全、环保生产的风险。

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
营业总收入	882	1,057	1,276	1,522
营业成本	498	584	691	809
营业税金及附加	13	16	19	23
销售费用	38	44	52	61
管理费用	52	61	73	85
研发费用	35	42	51	61
EBIT	256	324	407	505
财务费用	-29	-22	-29	-36
资产减值损失	0	0	0	0
投资收益	5	8	10	12
营业利润	292	354	446	553
营业外收支	0	0	0	0
利润总额	292	354	446	553
所得税	41	50	62	77
净利润	250	304	384	476
归属于母公司净利润	250	304	384	476
EBITDA	282	350	436	529

资产负债表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
货币资金	467	388	330	354
应收账款及票据	251	228	275	328
预付款项	7	7	8	10
存货	73	88	104	122
其他流动资产	1,410	1,422	1,441	1,463
流动资产合计	2,207	2,132	2,158	2,276
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产	397	396	394	392
无形资产	45	45	45	45
非流动资产合计	1,081	1,140	1,159	1,163
资产合计	3,288	3,273	3,316	3,439
短期借款	1,393	1,093	793	493
应付账款及票据	339	432	511	599
其他流动负债	163	129	138	153
流动负债合计	1,894	1,654	1,442	1,244
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	34	33	33	39
非流动负债合计	34	33	33	39
负债合计	1,928	1,687	1,475	1,283
股本	135	188	188	188
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	1,361	1,585	1,841	2,156
负债和股东权益合计	3,288	3,273	3,316	3,439

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2024A	2025E	2026E	2027E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	10.31	19.81	20.71	19.34
EBIT 增长率	7.22	26.48	25.84	23.96
净利润增长率	10.68	21.54	26.16	23.93
盈利能力 (%)				
毛利率	43.53	44.70	45.80	46.83
净利率	28.37	28.78	30.08	31.24
总资产收益率 ROA	7.61	9.29	11.57	13.83
净资产收益率 ROE	18.39	19.19	20.84	22.06
偿债能力				
流动比率	1.17	1.29	1.50	1.83
速动比率	0.47	0.48	0.56	0.73
现金比率	0.25	0.23	0.23	0.28
资产负债率 (%)	58.62	51.56	44.48	37.31
经营效率				
应收账款周转天数	88.21	70.00	70.00	70.00
存货周转天数	53.39	55.00	55.00	55.00
总资产周转率	0.27	0.32	0.39	0.45
每股指标 (元)				
每股收益	1.33	1.62	2.04	2.53
每股净资产	7.23	8.42	9.78	11.45
每股经营现金流	0.77	2.22	2.32	2.73
每股股利	0.60	0.68	0.86	1.06
估值分析				
PE	23	19	15	12
PB	4.2	3.6	3.1	2.7
EV/EBITDA	23.79	19.16	15.40	12.68
股息收益率 (%)	1.96	2.22	2.80	3.47

现金流量表 (百万元)	2024A	2025E	2026E	2027E
净利润	250	304	384	476
折旧和摊销	26	27	28	25
营运资金变动	-101	60	4	2
经营活动现金流	145	419	437	514
资本开支	-110	-56	-47	-28
投资	85	-40	0	0
投资活动现金流	0	-85	-36	-16
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-116	-301	-305	-294
筹资活动现金流	-320	-413	-458	-473
现金净流量	-172	-79	-58	25

插图目录

图 1: 呈和科技 2020-2025Q1 收入及增速	3
图 2: 呈和科技 2020-2025Q1 归母净利及增速	3
图 3: 呈和科技发展历程	3
图 4: 呈和科技在产业链中所处的位置	4
图 5: 呈和科技股权结构 (截至 2025 年 3 月 31 日)	5
图 6: 呈和科技 2024 年收入结构	5
图 7: 呈和科技 2024 年毛利结构	5
图 8: 公司各产品毛利率	6
图 9: 成核剂在聚合物中的作用机理	7
图 10: 山梨醇类成核剂结构	7
图 11: 增透型成核剂对产品性能的提升	8
图 12: 增刚型成核剂对产品性能的提升	9
图 13: 全球聚丙烯工艺包授权份额	11
图 14: 公司 2022-2024 年成核剂销量 (含复合助剂)	11
图 15: 高纯度颗粒状成核剂生产技术	12
图 16: 水滑石结构示意图	13
图 17: 高透明合成水滑石透明效果对比	15
图 18: 高透明合成水滑石老化性能对比	15
图 19: 通用合成水滑石效果对比图	15
图 20: 复合助剂产品生产加工流程	17
图 21: 呈和科技复合助剂产品图	17
图 22: 中国抗氧剂市场需求	19

表格目录

盈利预测与财务指标	1
表 1: 公司主要产品	4
表 2: 公司主要产品产能 (截至 2024 年 12 月 31 日)	6
表 3: 山梨醇成核剂发展过程	8
表 4: 主要海外成核剂生产商	10
表 5: 呈和科技成核剂产品种类及应用	10
表 6: 公司成核剂产品核心技术突破	12
表 7: β 晶型增韧成核剂指标对比	12
表 8: 公司水滑石产品种类及应用	14
表 9: 公司合成水滑石在研项目	16
表 10: 呈和科技业务预测明细表	20
表 11: 可比公司 PE 数据对比	21
公司财务报表数据预测汇总	23

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑获取本报告的机构及个人的具体投资目的、财务状况、特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，进行独立评估，并应同时考量自身的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代自身的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市虹口区杨树浦路 188 号星立方大厦 7 层； 200082

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 1 座 10 层 01 室； 518048